
内 容 摘 要

内 容 摘 要

证券投资基金在我国起步于 1991 年,经过几年的发展已经具有了一定的规模,并初步形成了全国性的基金市场。但是,由于证券投资基金制度在我国建立的时间较短,基金法制不健全,导致我国目前的证券投资基金运作存在诸多不规范之处,基金的内部制衡机制和外部监管机制均未达到较好的效果,基金投资者的权益往往无法得到切实的保障。诸多的研究表明,基金管理人、托管人和投资者之间是一种信托关系,不管是大陆法系从信托契约结构采取共同受托人理论来分析,还是英美法系强调基金管理人处于被信任者地位,都说明基金管理人作为基金资产的管理、处分权人必须对投资者善尽信赖义务,特别是忠实义务。

要维护受益人的利益,应防止任何与基金产生利益冲突事件的发生,而产生利益冲突的最大可能和危害性最强的莫过于对基金资产的处分,即交易行为。利益冲突交易的法律防范就是要规制基金交易、运作过程中受益人或基金与基金管理人自己或其关联人士的利益关系问题。但是,深究下去,准确、清晰的利益冲突交易是什么?这种利益冲突交易防范的坚实法理基础是什么呢?有哪些类型?各国法律对此的防范态度又是怎样的?我国这方面的立法规制完备吗?遗憾的是,笔者抱着这些疑问在找寻时却发现这方面的研究在我国甚为缺少,基于这种考虑,恰又正值《投资基金法》起草进行中,笔者作此文将从理论与实践分析,并以比较法的角度,试图解决这些问题并作出自己的贡献。

本文包括前言、正文和结语三部分,正文共分四章。

第一章,证券投资基金利益冲突交易概述。首先对证券投资基金作一介绍,然后分析证券投资基金利益冲突交易的概念、特征、主体,以明了防范的对象。只有了解矛盾的特征,才能找到解决矛盾的方法,这是唯物主义辩证法之矛盾论要求。

第二章,深入探究利益冲突交易防范的法理基础。透过基金管理人投资者负有的信赖义务,特别是忠实义务这一根本的法理依据,揭示基金管理人既受信于他人,就必须善尽忠实义务,在基金资产的投资等运作过程中,不得将其利益或其关联人士利益置于受益人之上,并产生利益冲突,从而充分说明为何要防范利益冲突交易的深层法理。无疑,信赖义务特别是忠实义务在此饰演着重要的前提角色,本章为本文奠定理论基础。

第三章,具体分析利益冲突交易行为的类型与法律防范。说明主要存有基金管理人或其关联人士与基金的利益冲突交易、基金管理人或其关联人士的代理利益冲突交易、基金管理人或其关联人士和基金与第三人的利益冲突交易以及基金经理的个人利益冲突交易这四类利益冲突交易行为,并研究相关国家对这些交易类型的法律规制情况。

第四章,我国关于证券投资基金利益冲突交易的法律完善。在前述分析的基础上,笔者提出了我国关于改进利益冲突交易法律防范的建议,这些不成熟见解有:确立对利益冲突交易的防范宗旨,明确基金管理人的忠实义务,合理界定关联人士的范围,强化基金托管人的监督职能,引入独立董事制度,加强和完善行政监管机制。

关键词：证券投资基金 信赖义务 利益冲突交易 法律防范

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

前 言.....	1
第一章 证券投资基金利益冲突交易概述.....	3
一、证券投资基金概述	3
（一）证券投资基金的定义	3
（二）证券投资基金的型态	4
二、证券投资基金利益冲突交易	5
（一）利益冲突交易界定	5
（二）利益冲突交易的特征	5
（三）利益冲突交易的主体	6
三、小结	7
第二章 证券投资基金利益冲突交易防范的法理基础	
——基金管理人信赖义务考究.....	9
一、基金管理人信赖义务的立法体例	9
（一）单行法上的信赖义务	9
（二）判例法上的信赖义务	9
（三）零星的信赖义务规定	10
二、两大法系的基金管理人信赖义务的理论	10
（一）大陆法系的共同受托人理论——信托契约构造之因	10
（二）英美法系的被信任者理论——衡平法之救济	12
（三）两大法系的理论对比分析	14
三、基金管理人负有信赖义务而禁止利益冲突交易	15
（一）基金管理人的信赖义务	16
（二）禁止利益冲突交易	16
四、小结	17
第三章 利益冲突交易的类型与法律防范.....	19
一、基金管理人或其关联人士与基金的利益冲突交易	19
（一）各国对此类利益冲突交易的法律防范	19
（二）基金集团中基金间的利益冲突交易与法律防范	21
（三）该类利益冲突交易豁免条件的法律规定	22
二、基金管理人或其关联人士的代理利益冲突交易	23
（一）作为经纪商时的代理利益冲突交易与法律防范	24
（二）作为承销商时的代理利益冲突交易与法律防范	25

三、基金管理人或其关联人士和基金与第三人的利益冲突交易	27
（一）此类利益冲突交易的情形界定	27
（二）对该类利益冲突交易的法律防范	27
四、基金经理的个人利益冲突交易	28
（一）基金经理个人利益冲突交易的法律认定	28
（二）基金经理个人利益冲突交易的法律防范	29
五、小结	30
第四章 我国关于证券投资基金利益冲突交易的法律完善	32
一、确立我国证券投资基金利益冲突交易的防范宗旨	32
二、必须明确基金管理人的忠实义务	33
三、合理界定基金管理人关联人士的范围	33
四、我国基金管理人或其关联人士与基金的利益冲突交易的 法制思考	34
五、对我国证券投资基金几个相关利益冲突交易制衡机制的思考	36
（一）加强基金托管人对基金管理人的监管	36
（二）引入独立董事制度	37
（三）加强和完善行政监管机制	37
结 语	40
主要参考文献	41
后 记	45

前 言

证券投资基金是证券投资市场的有机组成部分，它通过向投资者募集资金，交由专业投资管理人员，分散投资于各种金融商品，达到共担风险，共享收益的目的，具有“集中资金、专家管理、分散风险、共享收益”的特点。证券投资基金自 1868 年起源于英国，发展至今作为证券业的重要部分已经成为与银行业、保险业并驾齐驱的主要金融产业。

投资基金在我国起步较晚，1991 年 11 月由法国东方汇理银行亚洲投资有限公司具体牵头设立的“上海基金”在上海和香港同时成立，标志我国第一个完全以中国为投资对象的真正意义上的国家基金成立。经过这些年的发展，我国已经具有了一定规模的证券投资基金，并有了全国性的基金市场。1997 年颁布的《证券投资基金管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》）使我国对证券投资基金的管理迈上规范化、法制化的道路，随后《证券法》、《信托法》的颁布更为基金的发展提供了必要的行为规范。目前我国证券市场中证券投资基金的总数量已发展至 36 只，基金规模达 584 亿基金单位，这些基金由 11 家投资风格不同的基金管理人运作和管理。^①

市场经济是法制经济，要使证券投资基金规范运作，必须建立和完善投资基金法律制度，当前我国正在起草《投资基金法》。2002 年 10 月李鹏委员长在主持全国人大常委会举办的投资基金法律制度讲座时指出，该法的制定，对明确和调整证券投资基金当事人之间的权利义务关系，规范证券投资基金活动，保护投资者，特别是广大中小投资者以及相关当事人的合法权益，促进证券投资基金和证券市场的健康发展，将起到积极作用。^②证券投资基金终究要在运作中体现作用和价值，然考究我国关于基金之法规，不难发现关于基金运作的监管及风险控制问题极不完备，法制之欠缺将影响基金的良性发展，一个最为明显的表现即为证券投资基金利益冲突交易的法律防范问题。证券投资基金乃采信托原理为理论基础，在现代投资信托制度所有权与经营权分离的形势下，基金资产实际上由基金管理人运营，其成为基金中的权力最大者，自由裁量权也空前扩大，若管理人并不忠心耿耿地为基金投资者及基金的利益服务，必将产生管理人擅权营私、侵害投资者利益的情形。管理、运用、支配基金资产往往决定着基金的经营效益，如何能保证管理人秉着忠诚不二的精神最大限度地为投资者谋利，并不使自己或第三人的利益凌驾于投资者利益之上已成为法律上必须重视及妥善解决的问题。西方发达国家多有对该类基金运作中涉及利益冲突交易的情形作出较明确的规定，宽严尚不论。我国的《暂行办法》及实施准则仅粗略强调了基金运作机关设置上相互制衡，但对不得从事的利益冲突交易的规定倾向于原则规定，不详细、不具体并缺乏相应的范围和操作程序规定。这必将不利于证券投资基金设立的宗旨——保护投资者，规范基金运作，也最终

^① 《基金板块分析及趋势预测》，源自《中国证券报》网络版，在<http://202.84.17.28/csnews/20010724/98519.htm>，2002 年 10 月 29 日。

^② 浩民：《李鹏强调完善投资基金法律制度》，源自《中国证券报·网络版》，在<http://202.84.17.28/csnews/20010724/98519.htm>，2002 年 10 月 29 日。

会影响基金业的健康发展。

其他各国关于基金利益冲突交易法律防范的经验和规定无疑值得我们去学习、借鉴，我国基金业发展起步较晚，证券市场的成熟稳定化尚需时间，进一步完善我国证券投资基金法制，规范化基金的运作，保护投资者的利益，研究证券投资基金利益冲突交易之法律防范问题都将具有重大的理论及现实意义。

厦门大学博士论文摘要库

第一章 证券投资基金利益冲突交易概述

一、证券投资基金概述

(一) 证券投资基金的定义

证券投资基金在各国法制中有不同的称谓及形式：在我国称为证券投资基金，也有人简称其为“基金”，在美国称为“投资公司”（Investment Company），“互助基金”或“单位投资信托”，在日本、韩国及我国台湾地区称“证券投资信托”，在英国和香港称为集合投资计划（Collective Investment Schemes）。各国对证券投资基金定义的不同一则反映了各国的立法技术的差异，二则揭示了各国在基金领域金融创新的广度和深度。各国法制一般从主体角度或功能角度对证券投资基金进行定义，对基金的定义方式则可归纳为三类：机制主义、形式主义、功能主义：^①

机制主义式的定义以美国为代表，从《1940 年投资公司法》（1940 Investment Company Law）Section 3 (a)对投资公司的定义可以看出；形式主义式的定义以日本、韩国证券投资信托最为典型（日、韩定义首先将证券投资限定在信托的范围之内，受信托法理规范；其次揭示了委托人、受托人及受益人之间的权利义务关系；再次明确了投资对象是特定的证券。在这种定义方式下，基金这种特殊主体的法律结构以及各个当事人的地位都得到了充分的反映。）；功能定义式的定义则以英国及我国香港为代表。

我国《证券投资基金管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》）第二条将证券投资基金定义为：“一种利益共享、风险共担的集合证券投资方式，即通过发行基金单位，集中投资者的资金由基金托管人托管，由基金管理人管理和运用资金从事股票、债券等金融工具投资。”我国现行法规对证券投资基金的定义兼具功能主义、形式主义特点：其一，《暂行办法》并不将证券投资基金视为某种法律主体，而是将其视为一种投资或金融工具，因而该法从投资者角度来定义；其二，该定义基本阐明了基金的法律结构和各个当事人之间的关系，在这一点上可以看到日韩证券投资信托法的影响，但我国法律并未将证券投资基金定性为信托的一种。

基于各国对投资基金的法制定义差异较大，对投资基金作一个完整、惟一的定义实较难亦无必要，但对该概念的基本内涵和外延应明确界定。笔者认为，投资基金概念具有如下特点：

1. 投资基金是一种集合投资制度，其资本（或资金）由不特定多数人集合而成，资本集合方式一般是以发行证券方式募集。

^① 王苏生著：《证券投资基金管理人的责任》，北京大学出版社 2001 年版，第 5-7 页。

2. 投资基金以证券投资为主要业务。关于投资基金对象,大致有三种不同规定:(1)规定以有价证券为限,如日本;(2)规定以证券投资为主,如美国;(3)不限定投资对象,如英国《1986年金融服务法》。

(二) 证券投资基金的型态

证券投资基金按不同标准可以有不同的分类,如按组织形式和法律地位的不同,可以把投资基金分为契约型基金和公司型基金;根据投资基金受益凭证可否赎回,又可分为开放式基金和封闭式基金;根据投资标的的不同,可将投资基金划分为股票基金、债券基金、货币市场基金等;根据投资目标不同还可分为成长型基金、收入型基金和平衡型基金。^①但这些分类中,最基本的是前两种分类。

1. 契约型和公司型基金

契约型(Contract Type)基金是根据信托法,或参照信托法理组建的基金,其据以设立的文件为基金契约。基金契约在有信托法的国家为信托契约,在没信托法的国家亦参照信托法的精神,即基金契约安排事实上具有信托契约的特征。契约型基金有三个当事人:基金管理人、基金受托人、基金持有人,如英国和我国香港的单位信托称之为基金管理人(manager)、基金受托人(trustee)、基金受益人或基金单位持有人(beneficiary of unitholder);日本证券投资信托称之为证券投资信托委托公司、信托银行和受益人,我国台湾证券投资信托称之为证券投资信托事业、基金保管机构、受益人。我国《暂行办法》将上述三方当事人称为基金管理人、基金托管人、基金持有人。

公司型(Statutory Type)基金是指依公司法组成的股份有限公司,通过发行股票来集合投资人的资金,并运用于证券投资,以股利形式对投资人进行利益分配的一种基金形态。美国投资公司一般为公司型基金,香港互惠基金(Mutual Fund)、英国投资信托(Investment Trust)均为公司型基金。对于美国一般投资公司而言,基金管理人即投资顾问(Investment Advisor),基金受托人即投资公司董事,基金持有人即投资公司股东。典型的投资公司一般由投资顾问创立并管理,因此投资顾问在公司型基金组织结构中所处地位与契约型基金管理人相同。

2. 开放式和封闭式基金

开放式(Open-end Type)基金(又称共同基金、互惠基金),顾名思义,是指基金发行的股票或受益凭证的总数是不固定的,可以根据基金发展需要追加发行,而投资者也可根据市场状况和自己的投资决策,决定退回或增加购买该基金证券发行的基金单位份额。基金经理人也应按照发行说明书上的规定,随时准备以按基金净资产值计算的价格向投资者出售或赎回基金单位,基金证券的数量与基金资产规模处于不断的变动状态。美国投资公司多为开放式公司型基金,即共同基金或互惠基金(Mutual Fund)。

封闭式(Close-end Type)基金发行的证券(股票或受益凭证)总数是固定不变的,一旦发行期满,基金即封闭起来不再增加或减少。封闭式基金的存在通常有一定期限规定,在此

^① 吴晓求主编:《证券投资基金》(21世纪证券系列教材),中国人民大学出版社2001年版,第18-23页。

期间,投资者不得要求基金赎回基金单位,而只能通过证券交易市场转让。

二、证券投资基金利益冲突交易

(一) 利益冲突交易界定

利益冲突交易(conflicts of interest transactions or affiliated transactions),完整地说应该是基金管理人的利益冲突交易,是一个内涵复杂且应用广泛的概念,各国法制的界定范围不同,也很难给出一个明确而统一的定义,人们习惯简单称之为基金管理人与基金之间的交易。其丰富的概念内涵包括:

首先,根据基金管理人或其关联人士在交易中的地位不同,利益冲突交易包括以下四类:(1)基金管理人或其关联人士与基金的利益冲突交易。这是一种广义的自我交易(self-dealing)。在该类交易中,基金管理人或其关联人士与基金互为交易的对方。(2)基金管理人或其关联人士的代理利益冲突交易,包括两种情形:基金管理人或其关联人士担任投资基金证券交易的经纪商时产生利益冲突和基金管理人或其关联人士以承销商身份向基金销售证券产生利益冲突。(3)基金管理人或其关联人士和基金与第三人的利益冲突交易,基金管理人或其关联人士与基金处于这种交易的同一方而非对方。(4)基金经理的个人利益冲突交易。^①

其次,利益冲突交易的一方参与主体不限于基金,还包括被该基金所控制的公司,但不包括控制该基金的公司。^②利益冲突交易的另一方参与主体不限于基金管理人,还包括基金管理人的关联人士,即与基金管理人有利害关系的第三人。

第三,由上一点得出,利益冲突交易因参与主体的不同尚存在直接利益冲突交易与间接利益冲突交易之分。前者指基金管理人直接以本人名义参与交易;后者指基金管理人的关联人士参与交易的情形,在实践中,这是一种更为常见的利益冲突交易形态。这种涵盖直接、间接交易形态的定义,才能更有效地防止基金管理利用“第三人”形式规避法律的行为,切实保障设定利益冲突交易制度的立法宗旨的充分实现。

(二) 利益冲突交易的特征

与基金正常交易相比,利益冲突交易具如下特征:

1. 矛盾性。一方面基金管理人或基金(或基金持有人)负有忠实义务,理应在交易中最大限度地维护基金利益;另一方面,基金管理人或其关联人士作为交易的另一方,必然拥有自己的独立利益,这种不同利益导向往往会导致利益冲突,从而违反其忠实义务。

2. 主体范围限定性。交易主体一方为基金管理人或其关联人士,另一方则为基金(或被基金控制的公司)。交易双方涉及到基金的内部法律关系,这是一种稳定的法律关系,并且前者对后者负有忠实义务。

^① 有学者将第(1)、(3)种简称为本人交易、共同交易,见王苏生著,前引书,第71-72页。

^② 《1940 Investment Company Act》section17(a).

3. 利益冲突交易主体具有二重性。基金管理人在交易过程中具有双重地位：一方面是交易外地位，即与基金（或基金持有人）之间稳定的信赖关系，这是一种基金内部法律地位；二是交易上的地位，即与基金之间因交易行为而形成的平等主体地位，这是一种基金外部法律地位，因具体交易行为而形成。

基金管理人利益冲突交易往往会构成其忠实义务的违反，但是对于不同性质的利益冲突交易，违反忠实义务而损害基金利益的风险程度（或可能性）是不一样的，法律管制的力度亦有所不同。一般而言，基金管理人或其关联人士与基金的交易较后三类的风险更大，直接利益冲突交易比间接利益冲突交易风险更大，随着交易主体与基金管理人利害关系越弱（或越远），利益冲突的风险也越小。

（三）利益冲突交易的主体

利益冲突交易主体的范围在一定程度上反映了对利益冲突交易管制的广度和深度，理论上其具体范围的界定取决于管制成本与管制效益的最佳平衡点。各国基金法一般采取双层结构来定义利益冲突主体范围：基金管理人及其关联人士（affiliated persons）。如果将交易主体限于基金管理人，那么管理人可以轻易地通过其关联人士参与利益冲突交易来规避法律管制；如果交易主体不仅包括第一层基金管理人和第二层关联人士（即基金管理人的关联人士），尚包括第三层，甚至更多层次的关联人士，那么对利益冲突交易的管制将是低效率的，因为交易主体范围每扩大一个层次，管制成本就会相应增加，关联人士层次越高，其与基金管理人的利害关系越弱，基金管理人进行利益冲突交易的诱因越小，从而利益冲突交易的发生概率亦显著减小。因此，将利益冲突交易主体纵向地限定为双层结构（即基金管理人及其关联人士）是恰当的，真正问题在于如何横向地确定关联人士的范围。

基金管理人的关联人士是指与其存在关联关系的法人与自然人的总称。各国基金法一般都以“控制”（或“影响”）作为判断是否存在关联关系的标准。对于基金管理人而言，建立在控制因素上的关联人士主要有三种：（1）控制基金管理人的人；（2）被基金管理人所控制的人；（3）与基金管理人共同被第三人所控制的人。但在具体确定关联人士范围时，各国基金法规适用上述分类的程度并不一致^①。

美国《1940年投资公司法》section 2 (a) (3)，以列举的方式规定了关联人士的类别：（1）直接或间接拥有基金管理人 5%或 5%以上表决权证券的人；（2）被基金管理人拥有 5%或 5%以上表决权证券的人；（3）直接或间接地控制基金管理人、被基金管理人控制的人或与基金管理人共同被第三人控制的人；（4）基金管理人的管理人员、董事、合伙人或雇员；（5）投资公司的所有基金管理人都是关联人士。这里“控制”的定义依 section 2 (a) (9)指的是对公司的管理及政策的制定具有决定性的权力，一般以持有 25%的表决权证券作为控制临界点。但是，（1）即使投资顾问并不持有一定数量的基金股份，SEC（Securities and Exchange

^① 英国法对关联人士的实质性最为重视，其关联人士范围甚至包括“一致行动人士”（见施天涛著：《关联企业法律问题研究》，法律出版社 1998 年版，第 64 页）；美国法则以列举方式系统地进行界定；而东亚国家或地区（主要指日本、韩国、我国香港及台湾）法律对关联人士界定并不完整。这种差别一方面与基金在该国或地区的发达程度有关，另一方面也反映了企业结构与企业文化的差异。

Commission,美国证券交易委员会)认为投资顾问几乎总是控制基金,因而一般构成 section 17 (即管制利益冲突交易条款)的主体;(2)对于拥有共同投资顾问的基金集团(fund complex), SEC 对“控制”作扩大解释,认为在同一投资顾问控制下的两个基金之间的交易亦构成利益冲突交易,因为对其中一个基金而言,另一个基金则是基金管理人的关联人士。

根据香港《单位信托及互惠基金守则》第三章第五条规定,基金的关联人士(或关连人士——connected persons)指:(1)直接或间接实际拥有基金管理人普通股本 20%或以上的人士或公司,或能够直接或间接行使该基金管理人总投票权 20%或以上的人士或公司;(2)符合上述(1)款所述一项或两项规定的人士或公司所控制的人士或公司;(3)任何与该基金管理人同属一个集团的成员;(4)任何在(1)、(2)或(3)款所界定的公司及该公司的关联人士的董事或高级人员。

日本《关于证券投资信托之委托公司行为准则的大藏省令》第四条禁止委托公司“向受托公司发出交易指令,在信托财产与该委托公司的利益相关人的财产,或信托财产与利益相关人运用之或发出运用指令之财产之间,以与通常交易条件相异且有损害交易的公正之嫌的条件进行交易”。可见,日本法将委托公司(即基金管理人)及其利益相关人纳入利益冲突交易主体的范围。但是该法中的“利益相关人”不包括自然人,仅指法人及团体(该法中称“法人等”,见该法第十条第一项)。

中国台湾《证券投资信托基金管理办法》第十六条第六项规定,“证券投资信托事业(即基金管理人)不得投资于与本证券投资信托事业有利害关系之公司所发行之证券”,同条第二款规定,“有利害关系之公司指下列两类情形之一之公司:(1)持有证券投资信托事业之发行股份总数 5%以上股份之公司;(2)担任证券投资信托事业董事或监察人之公司。”与日本法相类似,仅指公司法人,但范围明显又更狭窄。

我国《暂行办法》实施准则第一号《证券投资基金契约的内容与格式》第九条第二款第四项和《托管协议的内容与格式》第十五条第一项,都规定了基金管理人除依据《暂行办法》、基金契约及其他有关规定外,不得为自己及任何第三人谋取利益。但是第三人的意义不明确,因为投资者也可以算是第三人。另外,《实施准则》第五号《证券投资基金信息披露指引》中“年度报告的内容与格式”提及“关联交易”的报告问题,其规定“如基金与基金管理人、托管人及基金发起人、基金管理公司的股东等所有存在重大利益的任何关联人在报告期内已进行交易…”,何为“存在重大利益关系”?亦不明确。因此,我国对基金管理人的关联人士的规定是很模糊的。

三、小结

证券投资基金是指一种采取利益共享、风险共担形式的,通过发行基金单位将投资者的资金集中后由基金保管人保管、由基金管理人负责营运基金资产,用以从事股票、债券等金融工具投资的集合证券投资信托制度。证券投资基金的两个最基本的分类是契约型和公司型基金以及开放式和封闭式基金。基金管理人作为管理、运用、支配基金资产的经营者,在进

行基金业务的营运过程中，必须善尽信赖义务特别是忠实义务，为投资者谋取最大利益，禁止或限制从事法律规定的利益冲突交易行为。

所谓证券投资基金利益冲突交易，是指在证券投资基金运营过程中，由于基金管理人在处理证券投资基金业务时考虑了（或可能考虑了）为自己或为他人图利，没有以投资者的利益为唯一目的，将基金管理人或其关联人士的盈利目的置于与投资者的投资获利目的相互冲突的地位，从而违背了基金管理人的忠实义务、有负投资者对其投资技能的信赖，而由基金管理人或其关联人士实施的违背基金管理人信赖义务（特别是忠实义务）并受法律禁止或限制的证券投资交易行为。利益冲突交易的一方参与主体为基金管理人或其关联人士，另一方参与主体则包括基金和被该基金所控制的公司。

第二章 证券投资基金利益冲突交易防范的法理基础

——基金管理人信赖义务考究

一、基金管理人信赖义务的立法体例

基于各国法律制度与法律传统的不同，基金管理人的信赖义务有不同的立法体例，具体而言，可分为三种情况：（1）有关制定法上的信赖义务；（2）有关判例法上的信赖义务；（3）零星的有关信赖义务的具体规定。

（一）单行法上的信赖义务

此以大陆法系为代表，但大陆法系制定法对信赖义务的继受有一个演变过程。日本在制定信托法及信托业法之前已开始引入投资基金制度，并以合伙而非信托来构建契约型基金。昭和二十六年（1951年）日本国会通过证券投资信托法。该法将以前的实务运作以立法形式固定下来，其整体结构是以证券投资信托契约为核心，以此契约结合受益人（投资人）、委托人（证券投资委托公司）及受托人（信托会社），从而形成三位一体的关系。但该法对基金管理人的信赖义务亦未作出明确规定，直到1963年才增订第17条第1项，规定基金管理人对于基金持有人负有忠实义务。^①但是，日本关于信赖义务两个内容：忠实义务和注意义务，却分别规定在两部法律之中：《证券投资信托法》规定基金管理人对于基金持有人负有忠实义务，《信托法》规定受托人对受益人负有善良管理人的注意义务。^②

（二）判例法上的信赖义务

该种立法形式以英美法为根本代表。在美国《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》制定之前，无论是制定法还是判例法均未对基金管理人信赖义务作出任何规定。出于对基金管理人滥用权力以及各种欺诈行为的忧虑，美国国会制定上述两项法律对基金管理人行为进行制约，^③但并没有对投资顾问信赖义务作出明确规定。上述法规中有许多针对投资顾问的反欺诈条款，特别是《1940年投资顾问法》中一般性的或全能性（catch-all）的反欺诈条款 Section 206。判例法根据基金法规的立法历史、立法意图等因素断定上述反欺诈条款特别是 Section 206，确立了投资顾问的“联邦信赖义务标准”（federal fiduciary standards）^④，即“《1940年投资顾问法》……反映了国会对投资顾问关系微妙的被信任者性质的承认”（delicate fiduciary nature of an investment advisory relationship）。^⑤判例法认为制定法中反欺诈

^① 日本《证券投资信托法》第十七条第一项。

^② 日本《信托法》第二十条。

^③ Division of Investment Management, SEC, *Protecting Investors: A Half Century of Regulation* 473 (1992).

^④ Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U.S. 11, 17 (1979), 转引自王苏生著，前引书，第14页。

^⑤ SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180 (1963)，该判例被认为是确立投资顾问信赖义务的开创性判例。

条款即已确立投资顾问的信赖义务。因此,美国公司型基金管理人的信赖义务是制定法和判例法共同作用的结果,其理论推演具有自己的特色:在投资顾问信赖义务判断标准上,美国法适用与英国法类似的衡平法原则,但美国投资顾问的信赖义务直接来源于欺诈理论,同时又表现为对传统理论的辩证否定和超越。

(三) 零星的信赖义务规定

有些国家或地区无论是判例法还是制定法,均未规定基金管理人的信赖义务,但其基金法规中不少条款涉及基金管理人信赖义务的具体规定,如我国《证券投资基金管理暂行办法》第三十四条规定了基金管理人禁止从事的行为;《证券投资基金规范运作指导意见第一号——基金管理公司章程制定指导意见》第四条规定要“明确基金管理公司应……诚实信用,勤勉尽责”;我国台湾《证券投资信托事业管理规则》第九条规定了证券投资信托事业及其关联人士不得从事的买卖和《证券投资信托基金管理办法》第十五条规定了证券投资信托事业运用信托基金的禁止行为,这种立法上的疏漏备受学者批评,因为确立基金管理人信赖义务原则乃是将来立法趋势。^①

二、两大法系的基金管理人信赖义务的理论

(一) 大陆法系的共同受托人理论——信托契约构造之因

以德、日为代表的大陆法系关于基金管理人信赖义务理论的产生之因,可由证券投资信托原理及其信托契约法制构造这两方面来分析。

首先,证券投资基金的本质是信托。^②信托行为含契约信托、遗嘱信托及宣言信托等,证券投资信托契约为一种特殊的信托契约,其性质上为一种债权契约,唯具有很强之物权性。^③作为证券投资基金法律关系之基础的信托契约,在具体上所反映的是关于基金管理人、保管人、持有人三方在基金的设立、运作过程中权利义务关系协议,大陆法系国家证券投资基金立法都将信托契约放在了极其重要的地位,是证券投资基金的“宪法”。大陆法系认为,证券投资基金要依据信托契约来组成和运作,证券投资基金立法的核心是对投资者利益进行保护,因此,必须对信托契约进行严格、完善的规定。

^① 陈春山著:《证券投资信托专论》,台湾五南图书出版公司1997年版,第347-348页。

^② 陈素玉、张瑜合:《论证券投资基金的法律制度》,《中国法学》1998年第6期,第71-72页。该文较详细地分析了证券投资基金与信托本质相一致的四个特征,a、两者主体相对应;b、两者的产生、运作依据一致;c、运作过程一致;d、两者的受托人都以自己的名义运作。并认为,证券投资基金是信托品种的创新,具有与信托不同的特征。又,日本学者认为,证券投资信托制度表现下列几项经济上之特征:1、证券投资信托乃将不特定多数投资人之资金,汇集成一基金;2、证券投资信托乃运用该基金投资于有价证券;3、证券投资信托乃以获取资本利润(Capital Gain)或股利收入为目的,而非以取得发行公司经营权为目的;4、证券投资信托乃应用危险分散原则,而对多种证券投资;5、证券投资信托乃由对证券投资有专门知识及经验之人为管理运用。综合上述特性,则证券投资信托乃基于危险分散之原则,由专门知识、经验之人,将不特定多数投资人之资金运用于证券投资,以获取资本利润或股利收入之信托。参见佐佐木功:《证券投资信托法》第一法规(昭和52年),第四页。转引自陈春山著:《证券投资信托专论》,前引书,第167页。

^③ 四宫和夫著:《信托法》,有斐阁,第36、37页(昭和55年)。转引自陈春山著《证券投资信托专论》,前引书,第292

其次,大陆法系各国信托法理论都将信托契约视为一种委托合同,但由于由这一合同导致产生的证券投资基金法律关系是一种信托法律关系。而且,由于各国证券投资信托法制之不同,具体规定及学理解释有所不同。根据德国1956年《投资公司法》,其明确规定投资基金一律采用契约型。该法的两个特殊设计是“特别财产”^①和“保管财产”。但德国法是通过两个契约并存来规定投资者、投资公司(基金管理人)^②、保管银行之间的法律关系:一是投资者与投资公司订立信托契约。投资者购买受益证券时,取得信托契约委托人兼受益人的地位,投资公司则处于受托人的地位,是“特别财产”的名义持有人,负责财产的运营;二是投资公司与保管银行订立保管契约。保管银行负责“特别财产”的安全与完整,并依投资公司的指示处分该财产,同时负责监督投资公司依信托契约办事,并对其特定的违法行为提出诉讼,甚至有权停止信托投资公司权利的行使。因此,该法以特别财产为中心,规定了投资公司、保管银行、受益权者三足鼎立的法律关系。

日本投资信托制度也采用契约型的方式,但关系人的法律构造与德国不同。依照1951年《证券投资信托法》,整体结构以证券投资信托契约为核心,以该契约连接受益人(投资人)、委托人(证券投资委托公司)及受托人(信托公司)而形成三位一体的关系。具体而言,由基金经理人在发行受益凭证募集证券投资信托基金之后,以委托人的身份与作为受托人的基金保管人(保管银行)签订以基金投资者即受益证券持有人为受益人的证券投资信托契约。据此,受托人取得了基金资产投资与运用的指标权,受益人则依受益证券的记载享有信托基金的投资收益权。可见,日本的做法是用一个信托契约来规范所有关系人的权利义务。韩国及我国台湾地区也采用的是日本的模式。

德、日两种结构显然不同,实际上,德、日两种证券投资信托构造正是证券投资信托二元复合构造的反映。^③依日本学者提出的二元结构论,认为证券投资信托(即契约基金)具有二元构造^④:从形式上看,证券投资委托公司(即基金管理人)为委托人,信托公司(即基金托管人)为受托人,投资人(即基金持有人)为受益人;从实质上看,受益人因信赖委托人的证券投资能力而交付资金,委托人亦据此信赖原则而取得信托财产运用指示权。因此,相对于基金持有人而言,基金管理人实质上也是信托契约的受托人,与基金托管人处于同样地位,共同实现实质信托契约的受托人机能。而证券投资信托契约形式上的受益人,亦兼为实质信托契约的委托人。该论(二元结构论)认为,鉴于基金管理人在基金设立、运作过程中的核心地位,将其限定为实质受托人地位有利于规范和强化其对基金持有人的信赖义务。所以在昭和42年(1967年)增订第17条第1项,“委托公司应为证券投资信托受益人的利益,

页。

^① 特别财产是投资公司募集并管理的基金,由于其特殊的法律地位,投资公司与保管银行不得对其强制执行,而此“特别财产”分割的权益由受益证券加以表示,从而表明“特别财产”与信托法上的“信托财产”并无二致,投资者的地位与信托受益人的地位也无区别。

^② 根据《投资公司法》设立的投资公司实际上是基金的经营者,即基金管理人,这一点与美国不同,美国的投资公司是公司基金的组织体,是基金外壳,基金的实际经营者则是聘请而来的投资顾问。

^③ 陈春山著:《证券投资信托契约论》,前引书,第84页。

^④ 铃木竹雄著:《证券投资信托约款的法的性质》,经济法四号(昭和36年),第15-17页。转引自周玉华著:《投资信托基金法律应用》,人民法院出版社2000年版,第342-343页。

忠实执行有关证券投资信托的指示。”

因此,大陆法系认为,因证券投资信托之原理而言,证券投资信托乃基金管理人集合多数人之资金成立基金,由其以专家之技术而经营之,而投资人之所以愿交付资金予基金管理人,实信其经理技术,能为其谋利,基金管理人既接受投资人资金为实际经营,则两者成立信赖关系(Fiduciary relation),而基金管理人负有信赖义务(Fiduciary duty)。^①由证券投资信托法制之信托契约构造而言,形式上,基金管理人为信托契约之委托人而非受托人,唯证券投资信托有二元之信托构造,基金管理人与保管人实居于共同受托人地位,故基金管理人为证券投资信托实质之受托人,应负有信赖义务。如此,大陆法系以基金管理人为实质上共同受托人之地位作为解释其信托业务管理权和负有信赖义务的基础。

(二) 英美法系的被信任者理论——衡平法之救济

信托法是英美衡平法的重点,在英美法系国家,证券投资基金被认为是信托原理在商业领域中的运用。由于现代工商业的高度发达,财产形态的急剧变化,在发达市场经济国家,各类有价证券已成为主导形态的财产,财产管理的内涵也发生了变化,“投资获利”是一种新的时尚,为配合大众投资于有价证券,信托品种推陈出新,英国的“单位信托(Unit Trust)”即为一典型设计。^②美国则以“投资公司(Investment Company)”的形式作为单位信托的替代物。美国第一家投资公司成立于1920年,很多早期的投资公司采用麻州商业信托模式。^③1924年成立的“麻州投资者信托”是首次出现的开放型公司,30年代大多数投资公司也为开放型公司。因此,英国的“单位信托”和美国的“投资公司”都是信托在证券市场上集体投资方面的运用。^④基金管理人与基金单位持有人之间的关系是一种商业领域中基于当事人自由意志而缔结(即自愿建立)的私法关系(不同于由侵权行为和亲属关系而产生的法律关系)^⑤,对这种当事人间自愿建立的关系中的行为的管制,英美法系各国的法律在不同程度上发展了或正在发展三个层次标准,确定基金管理人与持有人之间的关系应适用哪一个标准是基金管理人对待持有人是否负有信赖义务的前提。三个标准由弱到强分为“显失公平标准”、“善意标准”和“被信任者标准”,这三个标准之间没有明确的分界线,其关注的共同点是:处于某种关系中的一方当事人,在多大程度上应承认并尊重另一方当事人的利益,这三个标准是逐步推进的,从自私到无私。^⑥

在为各方当事人的个别利益服务的关系的截然相反的极端,有某些美国判例所称的“当

^① 佐佐木功著:《证券投资信托法》,第一法规(昭和52年),第110页。

^② 周小明著:《信托制度比较法研究》,法律出版社1996年版,第53-54页。

^③ 美国麻州商业信托指适用美国麻州州法的商业信托,是一种商业组织形式。1890年麻州最高法院判决认为商业信托是法人,此后麻州商业信托得以迅速发展,第一批出现的投资公司都采用了麻州商业信托形式。见沈达明编著:《衡平法初论》,对外经济贸易大学出版社1997年版,第101-102页。

^④ 沈达明编著:《衡平法初论》,对外经济贸易大学出版社1997年版,第100-104页。

^⑤ 张开平著:《英美公司董事法律制度研究》,法律出版社1998年版,第172页。

^⑥ 沈达明编著,前引书,第191页。按照显失公平标准,一方理应有在他对对方的行动中为自身利益行事,但为尊重另一方的利益起见,法律禁止他过度凭自身利益行事;按照善意标准,虽允许一方为其自身利益行事,但对此加以限制,即断然要求该当事人在他作出决定或行动时考虑到另一方的合法利益;被信任者标准责成一方为另一方的利益行事,无私并凭专一的忠诚行事。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库